证券研究报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 08 月 04 日

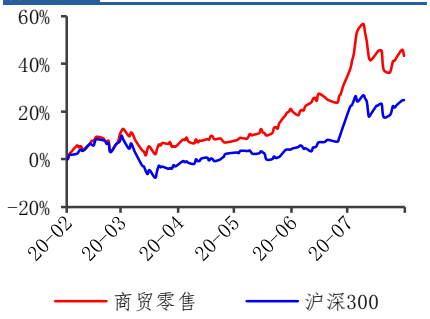
分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<七门店探访：扬帆海月生，心悦而诚“服”>> 2020-05-28

<<实地走访疫情下的火锅业：雨后自是艳阳天>> 2020-05-05

供应链走向品牌化，自热火锅展露锋芒

——秋风将至：火锅行业专题报告（三）

核心观点

- **完善供应链建设是火锅企业做大做强的优势护城河。**在火锅行业竞争激烈、同质化严重的情况下，火锅企业均意识到供应链的重要性，但不同火锅品牌的供应链各有特色，如海底捞的蜀海供应链、呷哺呷哺的三级配送网络、小龙坎的盖智商贸等。以蜀海供应链为例，其专注于专业化和标准化，并与海底捞关联方红火台合作，致力于从数字化迈向数智化，严控采购、加工、仓储、物流等各个环节，叠加海底捞完善的上下游关联方关系，构建了海底捞的优势护城河。

- **火锅产业链的中游：调味料企业潜力大、高增长。**受益于餐饮行业的发展，调味料市场 2013-2018 年 CAGR 为 15.36%，未来行业市场空间大。海底捞的关联方颐海国际已成为中高端火锅底料的第一，2015-2019 年营业收入和净利润凭借海底捞的品牌影响力及门店增长 CAGR 分别为 49.94%、58.95%，均超天味食品，发展迅速。此外其产品与渠道结构不断优化，2017 年推出自加热小火锅产品，向产品端延伸，底料占比逐渐下降，自热方便食品占比上升，并不断拓展并深耕第三方渠道，减少对海底捞的依赖性，抗风险能力更加强。

- **方便食品市场规模不断扩大，自热火锅销量逐年增长。**懒人经济下方便食品得到飞速发展，自热火锅具有更方便的食用条件和口味特色，且能够适应更多场景，加之多品牌注重营销，形成了良好的增长态势。2017 年高速发展，市场规模增速达 451.69%，预计 2020 年市场规模将达到 70 亿元。其中海底捞自热火锅市占率最高，其近一年在淘宝全网销售额占比达 21.25%。另外专注于自热火锅的企业如自嗨锅、莫小仙也表现出不凡业绩，从 2020 年 6 月线上数据来看仅次于海底捞；而方便食品企业、休闲食品企业在自热火锅产品方面优势稍显不足。

- **投资建议：**供应链进一步向科技化和数智化发展，构筑火锅龙头企业坚固护城河，上、中游企业亦受益于火锅优质赛道拥有广阔发展前景。蜀海供应链凭借高质把控和智能管理，为海底捞提供稳固后端支持。供应端企业亦向品牌化发展，颐海国际生产自热火锅受益于海底捞品牌效应，市场表现优异！我们强烈推荐关注火锅龙头海底捞（6862.HK）、自热火锅龙头颐海国际（1579.HK）。以及相关受益标的：低估值优质标的呷哺呷哺(0520.HK)、海底捞鸡肉制品供应商湘佳股份（002982）、火锅调味料制品生产商天味食品（603317）。

- **风险提示：**全球范围内新冠肺炎疫情后续扩散的不确定性；火锅/餐饮行业竞争激烈，需警惕企业现金流风险；食品卫生安全相关风险；火锅制品行业盈利能力下降风险等。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目录

1. 供应环节各有所长，火锅赛道百花齐放 5
1.1 后端决定前端——加强供应链把控能力 5
1.2 供应链延伸，火锅龙头打造优势护城河 7
1.3 产业链中游：调味料企业潜力大、高增长 10
2. 火锅供应链延长产品端——自热火锅方兴未艾 13
2.1 方便食品需求旺盛，自热火锅玩家竞争激烈 13
2.2 符合大众需求，自热火锅快速发展 15
2.3 爆红之下的市场扩展阻碍 17
2.4 把握发展关键，抢占潜在市场 19
3. 投资建议 21
4. 风险提示 22

图表目录

图 1：火锅企业的供应品控 5
图 2：海底捞 2019 年成本及费用占收入比例 6
图 3：呷哺呷哺 2019 年成本及费用占收入比例 6
图 4：中国农产品生产价格指数（包括主要火锅食材） 6
图 5：盖智商贸的信息平台优势 6
图 6：蜀海供应链信息赋能 6
图 7：供应链是餐饮企业仅次于品牌化外最关注的方向 7
图 8：海底捞全局产业链 9
图 9：蜀海供应链部分合作品牌 9
图 10：截止 2019 年蜀海冷链仓储分布 22 个城市 9
图 11：蜀海对各个环节的专业化、标准化把控 10
图 12：红火台餐厅云服务平台 10
图 13：蜀海仓库管理系统 WNM 和运输 TMS 系统 10
图 14：2012-2018 年我国餐饮业企业营业额及增速 11
图 15：2013-2020 年我国火锅调味料市场规模及增速预测 11
图 16：颐海国际营收及净利润均保持高增长 12
图 17：天味食品营收及净利润 12
图 18：颐海国际创新产品项目制 12
图 19：颐海国际满足消费者多元化应用场景的品牌架构 12
图 20：颐海国际各品类营收占比 13
图 21：颐海国际各销售渠道收入占比 13
图 22：颐海国际与天味食品销售渠道对比 13
图 23：2015-2020 年中国方便食品市场规模及预测 14
图 24：2015-2020 年中国自热火锅市场规模及预测 14
图 25：不同类型自热火锅品牌 15
图 26：自热火锅消费人群分布 15
图 27：自热火锅在经济发达地区消费更多 15
图 28：一人食就餐比例 16
图 29：自热火锅产业链 16
图 30：近一年自热火锅销量情况 17
图 31：近一年自热火锅销售额情况 17
图 32：不同品牌牛肉自热火锅每百克价格（元） 18
图 33：2020 年 6 月品牌淘宝销量市场份额 19
图 34：2020 年 6 月品牌淘宝销售额市场份额 19
图 35：2020 年 6 月淘宝销售量情况（万件） 20
图 36：2020 年 6 月淘宝销售额情况（万元） 20
图 37：近一年海底捞自热火锅淘宝销售额情况 20
图 38：近一年海底捞自热火锅淘宝销量情况 20
图 39：近一年自嗨锅自热火锅淘宝销售额情况 21
图 40：近一年自嗨锅自热火锅淘宝销量情况 21
图 41：近一年统一自热火锅淘宝销售额情况 21
图 42：近一年统一自热火锅淘宝销量情况 21

表 1：主要餐饮供应链企业以各种模式积极布局 7
表 2：部分火锅品牌供应链形式 8
表 3：调味料企业（主要包括火锅调味料）产品及品牌 11
表 4：自热火锅发展历程 14
表 5：方便火锅部分品牌口味信息 18
表 6：四类自热食品主要面临的困境 19

1. 供应环节各有所长，火锅赛道百花齐放

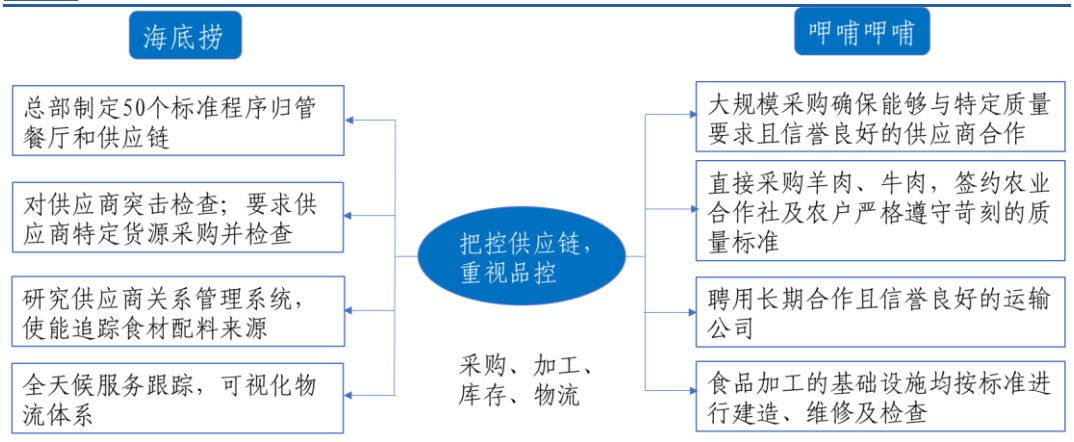
1.1 后端决定前端——加强供应链把控能力

火锅企业作为最标准的餐饮形式之一，在新冠疫情的冲击下，拥有较强供应链把控能力的企业将在市场竞争中处于有利地位，未来市场占有率有望迎来进一步提升。企业在前端持续提供更多好的产品和服务离不开后端的建设与管理，龙头企业往往在全局供应链布局上抢先一步，并拥较强的供应链把控能力，因此在采购规范、食材品质、成本控制、供应稳定上具有较大优势。大型火锅企业更是在科技化、数字化下进行供应链管理，大大提高运营效率。

食品安全是餐饮企业的生命线。食品安全问题影响人们的饮食健康，甚至社会公共安全，我国在食品安全方面的监督力度也在逐渐加大，2019 年 12 月 1 日起正式实施史上最严《食品安全法》的配套法规，首次确立“双罚制”，即处罚违法企业和对单位违法情形下的个人罚款处罚，最高可处以上一年度从本单位取得收入的 10 倍罚款。强调四个“最严”，即最严厉处罚、最严肃问责、最严格监管和最严谨标准。食品安全问题是餐饮企业首要的关注点，它涉及食材、后厨、人员等各方面，一旦其中一个环节有疏忽，餐饮企业即面临失去顾客信任的风险，大大影响企业品牌和经营业绩，甚至影响餐饮企业未来。

提高采购标准化，保证食材品质和供应稳定。火锅企业在做大做强的过程中，必然面临数量众多且品类繁杂的采购需求，如何整合采购资源，发挥规模采购优势，实现食材溯源性，管控食材安全，保证供应的稳定和可持续性则体现了企业对供应链的把控能力。通过规范化采购和标准化程序运营，可以满足并保证餐厅供应的高效、稳定和安全。

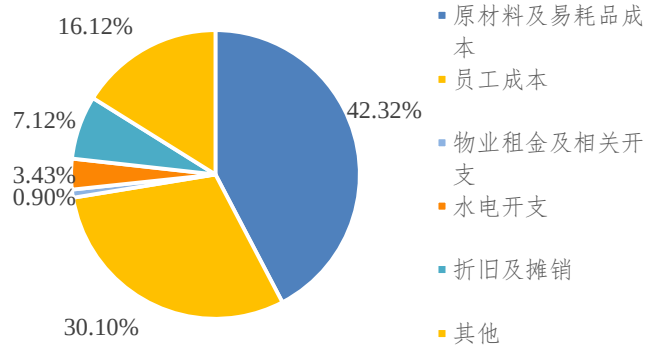
图 1：火锅企业的供应品控



资料来源：海底捞招股说明书、呷哺呷哺招股说明书、长城证券研究所

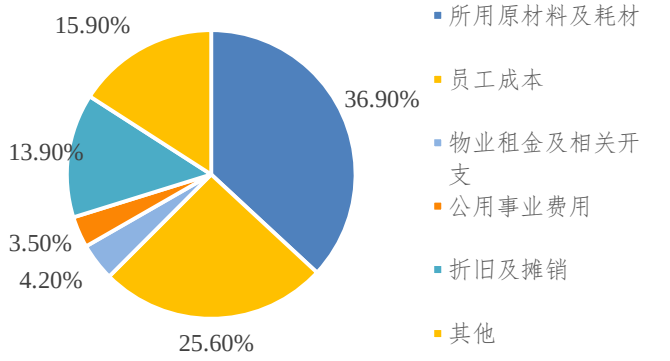
加强对供应链的把控能力，降低成本。火锅店的主要成本是原材料，其次是人工、房租。根据中国饭店业协会《2019 年餐饮年度报告》指出，火锅行业原材料进货成本、房租及物业成本、人力成本占营业额比例分别为 37.94%、12.01%、20.36%，较上年分别变动 2.59%、2.58%、3.05%。火锅企业中一线员工工资均值为 3400 元，较上年变动为上涨 7.41%。在食材价格和人工成本等均呈上升趋势的情况下，企业的降本需求也相应提升，通过把控食材供应端能更大程度的降低食材成本和把握质量，对供应链的布局和把控也能保障供应的稳定性以及发挥规模效应等，从而降低企业的成本。

图 2：海底捞 2019 年成本及费用占收入比例



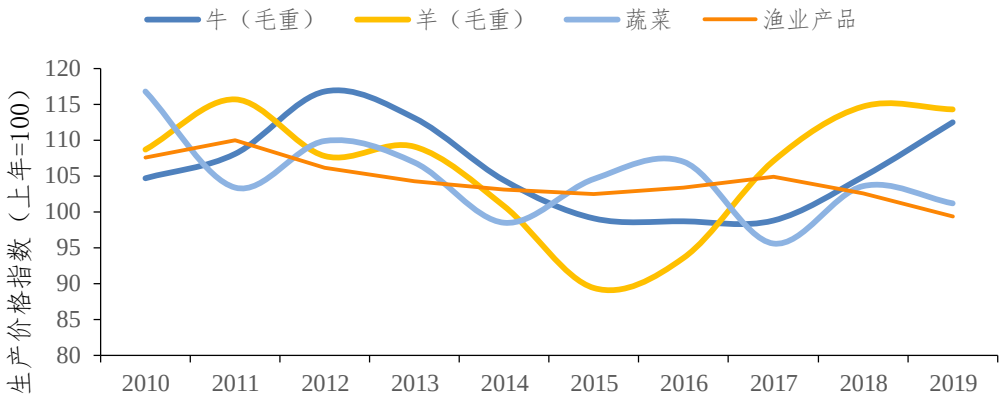
资料来源：海底捞年报、长城证券研究所

图 3：呷哺呷哺 2019 年成本及费用占收入比例



资料来源：呷哺呷哺年报、长城证券研究所

图 4：中国农产品生产价格指数（包括主要火锅食材）



资料来源：国家统计局、长城证券研究所

科技化和数字化管理，提升运营效率。运用信息管理技术进行智能化运营将大大提升上下游信息透明度，获取更多上下游信息和资源，利于把控市场需求并进行产品研发，节约人工成本、提升企业运营效率，是企业长足发展的必要。如小龙坎的供应链盖智商贸通过大数据驱动、反馈市场需求及偏好到上游供应商，打通供应链各个环节，同时下游餐饮企业获取到与消费者偏好相匹配的产品，助推整个供应链科学化、生态化发展；海底捞的蜀海供应链涵盖商品资源、研发生产、仓储物流、信息系统、金融服务等，其将订单串联、数据打通、智能供货，实现后端规模化，从而带来效率上的显著提升。

图 5：盖智商贸的信息平台优势

资料来源：盖智商贸官网、长城证券研究所

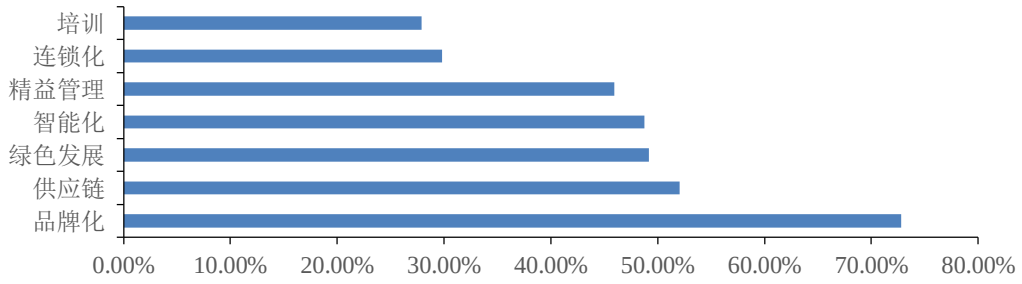
图 6：蜀海供应链信息赋能

资料来源：蜀海供应链平台、长城证券研究所

1.2 供应链延伸，火锅龙头打造优势护城河

供应链是决定一个餐饮企业能不能快速发展的重要环节，在互联网与科技的不断赋能下，餐饮行业的下半场开始重视供应链体系的建设。对于标准化程度较高的火锅企业要做大做强的必经之路也是供应链的不断延伸，从采购、加工、仓储、物流等各个环节进行铺设布局，以加强火锅企业的强有力后台支撑。

图 7：供应链是餐饮企业仅次于品牌化外最关注的方向（百分比：问卷调查中多项意向）



资料来源：中国饭店业协会、长城证券研究所

餐饮供应链企业面临新变化、新趋势。我国餐饮供应链企业当前仍相对分散混乱，冷链物流仍是短板，规模化与标准化程度低，链条长且不透明，因此供应链建设仍是关键。无论餐饮企业是选择自建，还是采用外包或直接对接，巨量的市场都将吸引着大量玩家进入供应链布局领域，将供应链做大做强也将面临细分赛道的巨量市场。供应链企业有各自的差异化布局，如美菜采用重模式，快驴进货采用轻模式，冻品在线专注冷冻食品等。且未来餐饮行业是向着节流、标准化、提高效率的方向上发展的，企业逐渐向上游延伸，保证品质来源，采用数字技术驱动，提高智能化效率。

表 1：主要餐饮供应链企业以各种模式积极布局

餐饮供应链企业	否有自己的产品生产加工体系	是否有自己的物流配送	主要的覆盖客户	主要的地区
蜀海	有食品、底料、羊肉、营销等多个加工中心	自建从采购到加工、仓储、品控、配送的一体化供应链	关联方海底捞；第三方大 B 餐饮客户等（7-11，麻省理功，九毛九等）	华中 7 个，华南 6 个，华东 6 个，华北 3 个（北京、西安、上海、郑州、成都、武汉、东莞等）
美菜	与农户、基地和加工商签订采购订单	重模式，自建物流配送	B 端中小型餐厅客户	华北、华东、华南、华中、西南等，同时加速拓展县域市场，下沉市场
快驴进货	与第三方并行	轻模式，采用第三方物流	B 端中小型餐厅客户	上海、北京、天津、南京、苏州、合肥等 42 个城市
信良记	通过并购将上游养殖、加工端与下游销售端对接	采用第三方外包物流策略	大中小型餐饮企业、电商平台、团餐、超市	北京、上海、西安、深圳、武汉、成都等 9 地，均设有冷链大仓
冻品在线	与上游加工厂进行生产匹配	自建冷链物流配送体系	自营模式服务小 B 客户（中小餐馆、便利店等）	厦门、福州、南昌、宁波、泉州、莆田、温州、成都、重庆、杭州等

资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

火锅品牌供应链布局有差异。在火锅行业竞争激烈、同质化严重的情况下，火锅行业里的核心竞争者均意识到自建供应链的重要性，但不同火锅品牌的供应链发展状态仍有差异。较为完善的有海底捞、呷哺呷哺和小龙坎，海底捞和呷哺呷哺早已布局并不断延伸供应链，已以完善的自建供应链形成了一定的竞争壁垒；小龙坎唯一指定的供应链企业盖智商贸为其提供客服、计划定制、采购、售后服务、结算等完备职能。德庄和巴奴供应端则处于初级状态，但火锅企业要做大做强，自建并完善供应链是必然经历的过程。考虑到竞争对手海底捞，巴奴强调以产品为核心，食材供应以高品质高质量为重心，因此确定产品战略，选择自建中央厨房以保障供应和提升品质。

表 2：部分火锅品牌供应链形式

火锅企业	供应链
海底捞	关联方——蜀海供应链：建立了从前端食材采购到食材加工、仓储、品控，再到配送的一体化供应链服务系统；全国拥有多个蔬菜种植基地、物流中心、食品加工中心、底料加工中心、羊肉加工中心、营销加工中心等
呷哺呷哺	上游羊肉食材来源主要是锡林郭勒盟威远畜产品有限责任公司，果蔬供应商通常选择有规模种植能力的合作社合作；自建供应链，全国总仓-区域分仓-地区转运中心三级配送网络，形成竞争壁垒
小龙坎	唯一指定供应链——盖智商贸：上游与多家源头生产基地、食品生产商建立采购供应体系，下游拥有以小龙坎为主的 1000+合作餐饮门店；涵盖客服、计划定制、采购、售后服务、结算等职能；建立 VMI 库存管理模式、WMS 自动化仓库运营模式以及 TMS 商品配送模式
德庄	去除中央厨房，采用食品加工厂+门店模式，火锅底料和部分菜品来自总公司，集团下属企业从事调味料、方便食品、辣椒制品的生产，种植、养殖、农副产品产业的开发，由第三方物流进行配送，其余主要食材从当地采购，注重科技运用
巴奴	自建中央厨房，采购和仓储是最重要的两个环节；物流部分自营，部分外包，减少断链风险，巴奴的物流体系目前只有三层：原材料供应商、中央厨房和门店，用技术和工具提升供应效率

资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

海底捞的成功不止服务，还有全方位后台供应链的支撑。海底捞的成功不仅因为前端门店的极致服务，还因为拥有食品安全、采购、物流、信息管理体系的全方位后台供应链的支撑。海底捞的各个关联方均脱胎于各个部门，通过与关联方合作的方式形成了自有生态供应链系统。上游食材由蜀海供应链供应，并不断完善供应端，其羊肉产品主要来源于 2017 年全资收购的扎鲁特旗海底捞食品有限公司，并在 2019 年与鸡肉供应商湘佳股份合作，进一步提升食材品类；中游有火锅调味料供应商颐海国际，且颐海国际也向下游延伸，推出自热方便食品，进一步完善产品结构；下游有火锅外卖海鸿达，此外还有人员培训、运营咨询的微海咨询，装修服务的蜀韵东方等。不断延伸的上下游体系和完善的供应链使海底捞门店实现规模化增长，打造了海底捞的优势护城河。

图 8：海底捞全局产业链

资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

专属于海底捞，不只为海底捞，蜀海定位于平台型餐饮供应链服务商。蜀海前身为海底捞集团的供应链部门，目前已经为海底捞、九毛九、西贝等 200 多家连锁餐厅提供供应链支持。蜀海食材覆盖全品类，满足市场多元化需求，在全国拥有 8 个食品加工中心，已建立覆盖全国 22 个城市的冷链物流中心，并利用科技赋能，提高物流配送效率。其对标美国的 Sysco 西斯科（SYY.N），西斯科（SYY.N）通过大量并购快速掌握供需网络，实现规模效益，提高市场份额和议价能力，扩大利润空间，现已成为市值百亿美元的食品供应链企业，2017 年在美国餐饮供应市场上占有率高达 23%。而我国餐饮供应市场则呈现小而散的特点，龙头供应链企业与美国西斯科（SYY.N）市值和市占率相比均有较大差距。蜀海以西斯科（SYY.N）为标杆，通过供应链的深耕和延伸可以不断的提升自身优势，更好的为餐饮企业提供供应链解决方案，获取更多客户。

图 9：蜀海供应链部分合作品牌

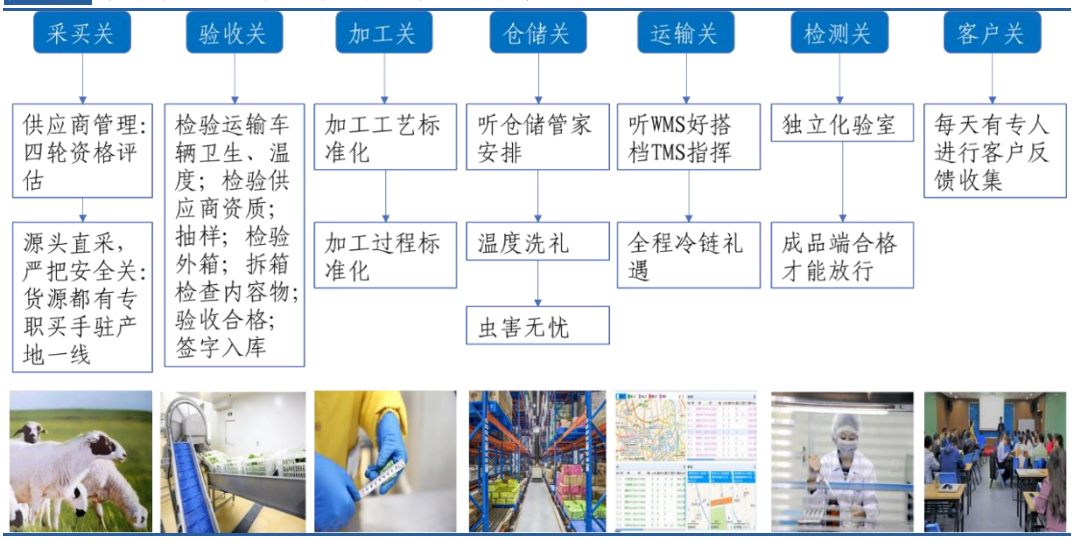
资料来源：蜀海供应链、长城证券研究所

图 10：截止 2019 年蜀海冷链仓储分布 22 个城市

资料来源：蜀海供应链平台、长城证券研究所

蜀海供应链致力于专业化和标准化。蜀海供应链内部实行买手制，以培养更多的专家，帮助企业更好的选择符合市场供需的产品。此外，没有标准化，企业很难做大做强，蜀海对采购、生产、品保、仓储、运输等各个环节制定了严格化的标准并进行严格把控，保障食品安全和和成本稳定，海底捞背后的整个蜀海供应链成为传统餐饮领域供应链标杆企业。

图 11：蜀海对各个环节的专业化、标准化把控



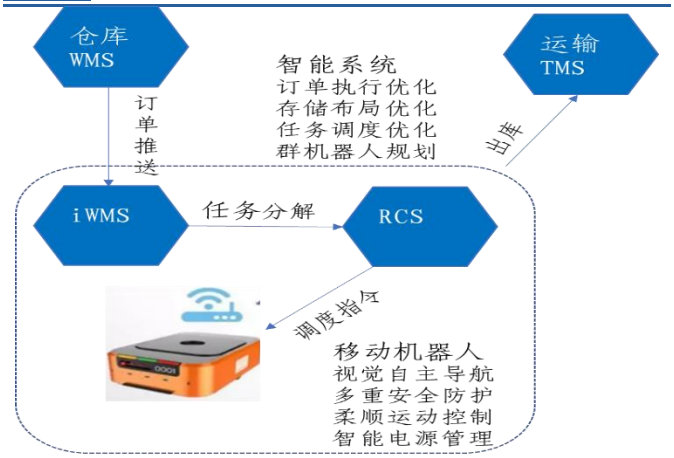
资料来源：蜀海供应链、公开资料整理、长城证券研究所

从数字化到数智化。餐饮数字化运营越来越关键，数字化又是未来智能化的前期必要准备阶段，而数智化是餐饮及食材供应链行业在未来发展中的重要方向。蜀海在业务交互上一直在做探索，2020 年与红火台网络科技有限公司签订战略合作（海底捞提供数智化服务的关联方），集合双方优势共同打造资源共享、互联协同、精细化管控的餐饮行业供应链数智化。其中物流是供应链做大的关键点，生鲜产品的运输、保鲜、安全水平需要通过信息化、自动化技术来提升。蜀海北京供应链通过 WMS(仓库管理系统)——iWMS（智能仓库管理系统）——RCS（机器人调度系统）——AGV（AI 搬运机器人）层层信息推送，指令下达，从入库到出库全程机器人搬运作业，实现“货到人”的分拣模式。物流配备了全方位的 gala 智能信息管理系统，仓库管理系统 WNM 和运输 TMS 系统，可提供多个产品专业运作的供应链解决方案，使生产过程物料全程可控，可追溯，使服务更有效率、更加智能。

图 12：红火台餐厅云服务平台

资料来源：红火台官网、长城证券研究所

图 13：蜀海仓库管理系统 WNM 和运输 TMS 系统



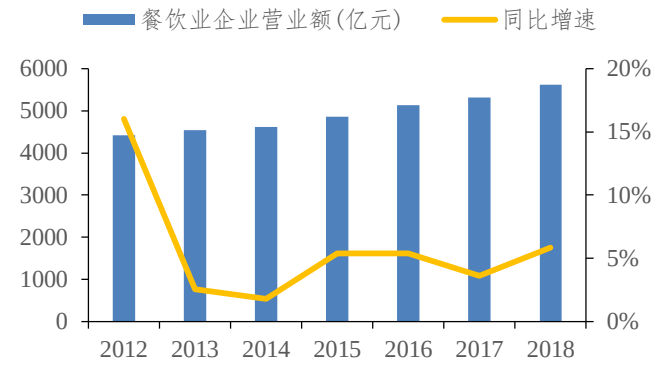
资料来源：蜀海供应链、长城证券研究所

1.3 产业链中游：调味料企业潜力大、高增长

餐饮行业的巨量市场带动调味料行业的共同增长。餐饮行业的巨大市场空间，为调味品行业未来的增长提供了有力支撑。据中国饭店业协会发布的《2019 中国餐饮业年度报告》，

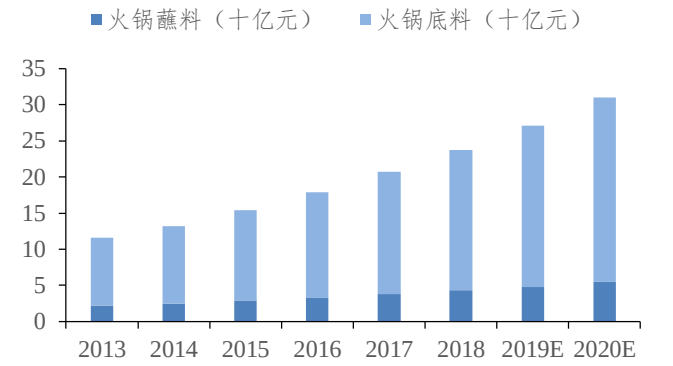
全国餐饮收入 42716 亿元，同比增长 9.5%，高于同期社会消费品零售总额增速。火锅市场总收入 2018 年达到 8757 亿元，对比 2014 年涨幅超 52%，占同年餐饮收入的 20.5%，目前是餐饮细分品类市占率的第一。火锅供应链中游的调味料企业受益于火锅行业的快速发展，2013-2018 年调味料市场 CAGR 为 15.36%，2018 年市场规模达 237 亿元，未来行业市场空间大。

图 14：2012-2018 年我国餐饮业企业营业额及增速



资料来源：国家统计局、长城证券研究所

图 15：2013-2020 年我国火锅调味料市场规模及增速预测



资料来源：中国产业信息网、长城证券研究所

火锅底料行业市场集中度低，头部玩家拥有自己的核心品牌。根据华经产业研究院，2018 年火锅底料行业的 CR5 为 28%，市场集中度低，但比火锅市场集中度高。打造品牌影响力、不断进行新品研发、进行渠道占领是调味料企业的核心竞争力，其中头部火锅调味料玩家均向多品类发展，且拥有自己的核心品牌。

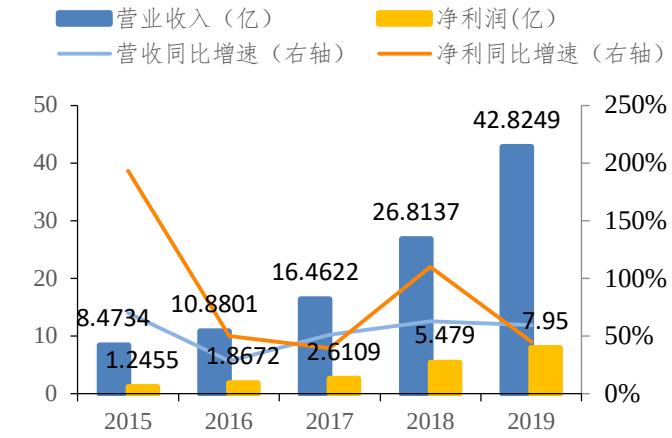
表 3：调味料企业（主要包括火锅调味料）产品及品牌

调味料企业	是否上市	2018 年火锅底料市占率	产品	品牌
颐海国际	1579.HK	8%	火锅调味料、中式复合调味料、方便速食	海底捞
红九九	未上市	8%	火锅底料、水煮鱼调料、麻辣烧鸡调料、回锅肉调料等	红 99
红太阳	未上市	6%	火锅底料、火锅蘸料、烹饪调料、烧烤调料、即食蘸料、调味粉料	草原红太阳
德庄	未上市	3%	重庆火锅底料、火锅毛肚及各类火锅菜品、调味品、酒及饮料等	德庄
天味食品	603317.SH	3%	火锅底料，川菜调料，香肠腊肉调料，鸡精，香辣酱、甜面酱	好人家，大红袍，有点火，天车

资料来源：天味食品招股说明书、华经产业研究院、长城证券研究所

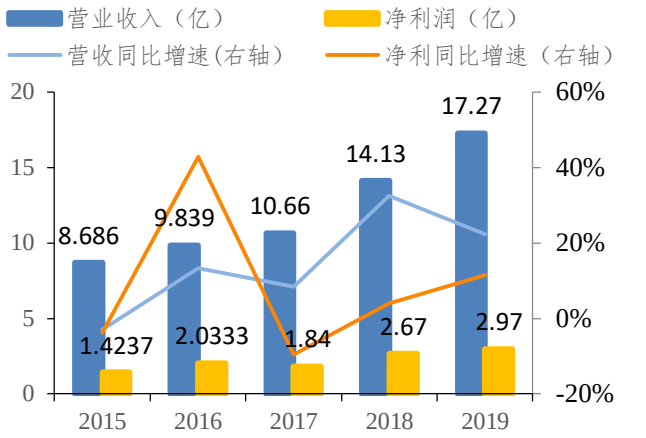
颐海国际背靠海底捞实现高增长，营收及净利超天味食品。颐海国际是目前海底捞关联方中唯一一家上市公司，海底捞在扩张中，极早就将其剥离，进行精细化、专业化运营。作为火锅底料和中式复合调味料企业，海底捞的品牌影响力为其赋能，其又直接受益于海底捞门店的快速扩张，2015 年以 34.7%的市占率居中高端火锅调味料的第一，2015-2019 年颐海国际营业收入和净利润 CAGR 分别为 49.94%、58.95%，2016 年营收超天味，2017 年净利润超天味，发展十分迅速。

图 16：颐海国际营收及净利润均保持高增长



资料来源：颐海国际招股说明书、wind、长城证券研究所

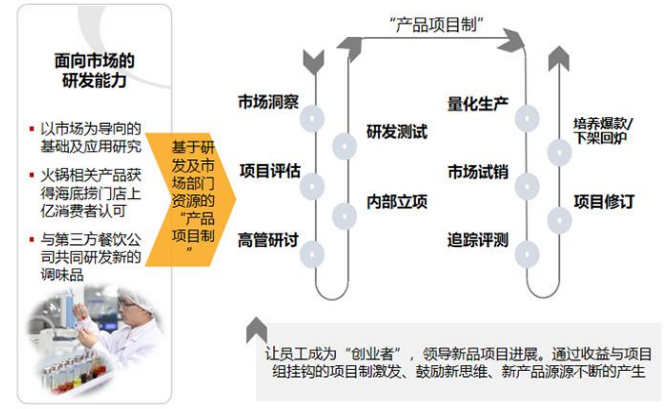
图 17：天味食品营收及净利润



资料来源：天味食品年报、wind、长城证券研究所

颐海国际实施产品项目制和多品牌战略，拓展经营半径。公司实行多品牌战略，不断进行产品端延伸，持续优化品牌架构，拥有多个子品牌和品类，包含底料、蘸料、自热方便食品等。2018 年实施产品项目制，鼓励员工开发更多符合市场需求的新品，新品上市盈利后即可得到相应奖励，并不断进行核心产品的改良和升级，以巩固核心产品的市场领先地位。2019 年配合海底捞餐饮推广千人千味的锅底产品，满足消费者的个性化需求。

图 18：颐海国际创新产品项目制



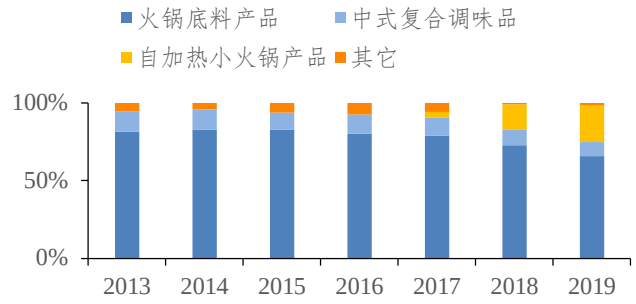
资料来源：颐海国际官网、长城证券研究所

图 19：颐海国际满足消费者多元化应用场景的品牌架构

资料来源：颐海国际官网、长城证券研究所

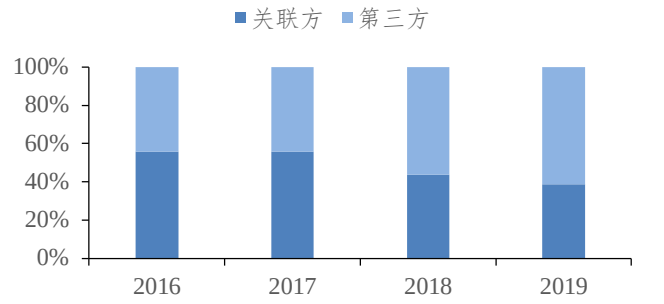
产品与渠道结构均不断优化，不断拓展并深耕第三方渠道。颐海国际抓住“一人食”经济，依靠供应链优势，2017 年经营自加热小火锅产品，进一步延伸产品端，产品品类中火锅底料占比最大，但逐年下降，自加热小火锅产品比例增加，产品结构不断优化。作为海底捞的关联方企业，与海底捞的关联交易占比从 2016 年的 55.67%下降到 2019 年的 38.34%，相应的，其第三方销售渠道比例逐渐增大，渠道结构也在不断优化，说明其对海底捞的依赖性逐渐下降，源自于海底捞，但却越来越独立于海底捞。渠道结构上，对比天味食品，2019 年天味食品 2C 业务占比达 88.03%，占比相对较高，其中以经销商为主，占比达 83.09%。颐海国际 2C 业务占比 60.8%，其中，颐海国际近年来不断加大对第三方渠道的扩展，已成为其主要销售策略，目前经销商总数已突破 1800 家，高于天味食品。

图 20：颐海国际各品类营收占比



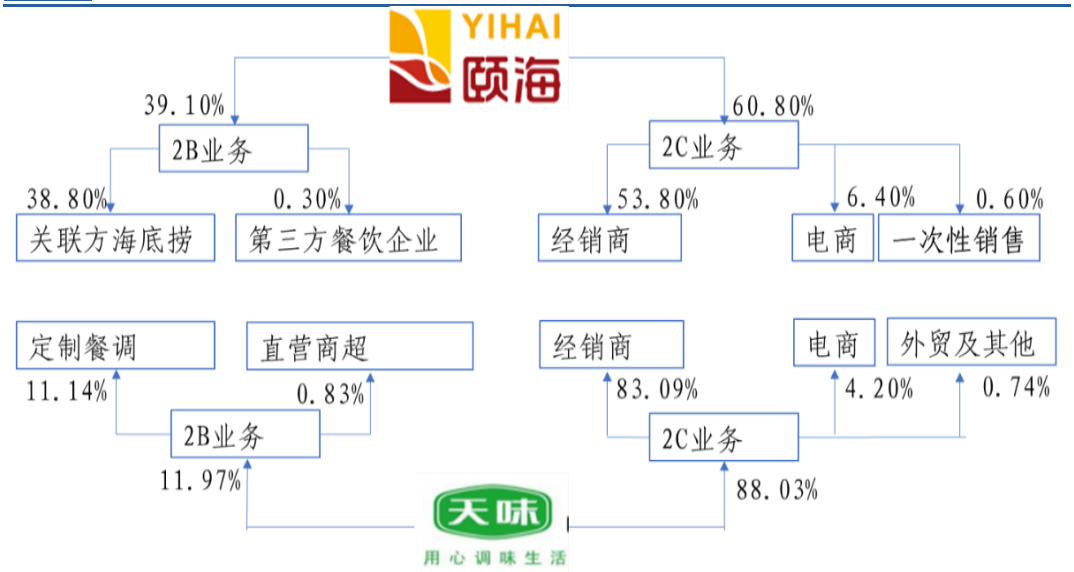
资料来源：颐海国际年报、长城证券研究所

图 21：颐海国际各销售渠道收入占比



资料来源：颐海国际年报、长城证券研究所

图 22：颐海国际与天味食品销售渠道对比



资料来源：颐海国际年报、天味食品年报、长城证券研究所

2. 火锅供应链延长产品端——自热火锅方兴未艾

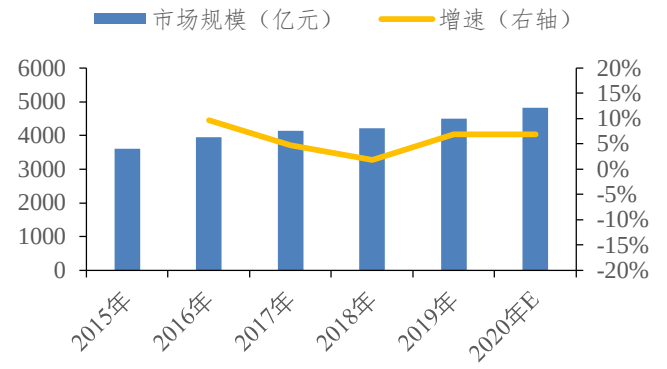
火锅的供应已不单满足于单纯堂食，简单的操作、丰富的食材、广泛的食用场景，火锅赛道与方便食品赛道的交叉需求为自热火锅的发展提供了道路。火锅企业向品牌化发展，在 2017 年纷纷入局自热火锅，将供应链优势进一步发挥于新品类之中。与此同时，市场上亦涌现出大量专注于自热食品的企业，零食新零售企业、传统方便食品企业也加入其中，市场规模得以高速发展。但品牌发展路径各不相同，加之发展时间较短，相关企业也在不断摸索和调整自身定位及渠道，抓住机遇、抢占先机。

2.1 方便食品需求旺盛，自热火锅玩家竞争激烈

方便食品市场规模不断扩大，自热火锅销量逐年增长。方便食品主要包括四大品类：方便面、速冻食品、微波食品、自热食品。近年来，方便食品市场增长迅速，根据中商产业研究院数据显示，截至 2019 年末方便食品市场规模约为 4500 亿元，年复合增长率达 5.7%。其中方便面品类占据较大市场份额，而近年来自热食品由于具有更强的方便性而

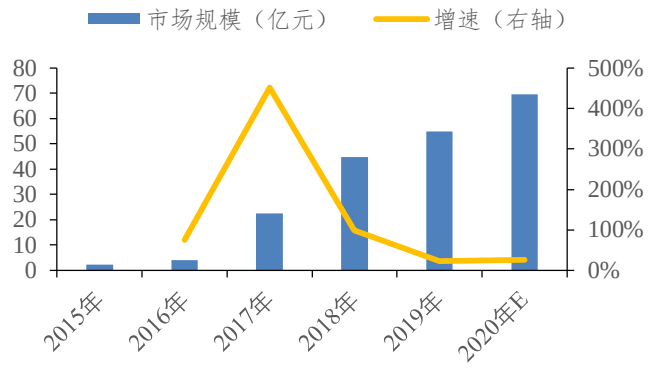
逐渐受到消费者青睐，自热火锅成为了其中最热门的品类，市场规模逐年增长。根据中商产业研究院数据显示，2015 年产生之初规模仅 2.33 亿元，而 2019 年已达到 55 亿元，预计 2020 年将达到 69.62 亿元。其中 2017 年由于众多火锅品牌纷纷涉足自热火锅行业，网络品牌和传统方便食品品牌也加入其中，市场规模呈现爆发性增长，增速达 451.96%。

图 23：2015-2020 年中国方便食品市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院、长城证券研究所

图 24：2015-2020 年中国自热火锅市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院、长城证券研究所

自热火锅发展时间短，潜力大、融资快。从 2015 年新兴到现在的普遍流行，仅用五年的时间即为方便食品行业带来了新的生机，也为传统火锅行业带来了新的产品端增长。根据《2019 淘宝吃货大数据报告》，自热火锅 2019 年卖出 1800 万单，从销售额来看，2017-2018 年增长 64.26%。自热火锅从微商品牌的营销开始，逐渐获得市场认知，也得到资本关注。众多自热食品企业获得融资，发展逻辑得到广泛认可，以莫小仙为例，2017 年成立后一年即成为淘宝自热火锅品类销售排名第一的品牌，并在 2020 年 5 月完成千万元 A 轮融资；同为知名自热火锅品牌的自嗨锅，也于今年完成了上亿元的 B 轮融资。

表 4：自热火锅发展历程

年份	发展历程
2015 年	自热火锅开发成功
2016 年	方便冒菜陆续出现在市场上，引起消费者的关注，提升自热火锅随后发展的市场认可
	自热火锅在微商渠道初现端倪
2017 年	众多品牌参与其中，迎来发展黄金期
	成都市食药监局正式发布《成都市自热式方便火锅生产许可审查方案（试行）》，对制定依据、适用范围、基本条件、生产许可条件审查、产品相关标准、原辅材料的有关要求、标签标识和贮存运输等作出了明确规定
2018 年	自热火锅带动相关品牌自热食品多元化发展

资料来源：中国产业信息网、华映资本、长城证券研究所

市场玩家众多，竞争激烈。据淘宝数据显示，2017 年天猫平台销售的方便火锅有近 200 个商家，而到 2018 年则扩增至 430 家，目前市面上的方便火锅品牌有 50 余个，产品单盒价格区间大致为 28 元至 38 元，其中大部分品牌的销售渠道主要依靠线上。在某电商平台上，销售方便火锅的店家就超过 4000 家，其中部分店铺月销售量可高达上万件。由于具备零食和主食的多元化属性，自热火锅成为了众多企业拓展品类的首选，目前自热火锅主要分为四类品牌来源：原有火锅企业依托自有品牌推出自热火锅，方便食品制造商扩展产品端，专注于自热食品领域的电商企业，休闲零食制造商跨界生产自热火锅。

图 25：不同类型自热火锅品牌

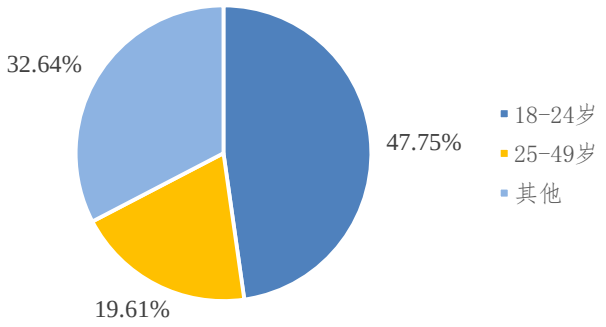
资料来源：电商平台各品牌销售宣传页面、长城证券研究所

2.2 符合大众需求，自热火锅快速发展

自热火锅只需要饮用水这一外部材料即可食用，相比于速冻食品和方便面制品具有更强的方便性，并且食材丰富、选择多样，在“懒人经济”下得到更好青睐。自热火锅消费者主要集中在年轻人群体中，适应“一人食”场景。加之其客户群体明确，采用的宣传与营销具有渠道针对性，形成了广泛的市场知名度，拉动其快速增长。而在 2020 年初的疫情催化其市场需求的进一步扩大，成为短期重要推动力。

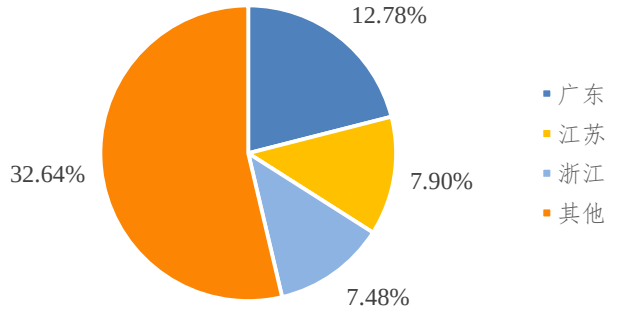
懒人经济下，自热火锅成为大众新选择。懒人经济目标消费群主要为 28-45 岁的白领、中学生以上的学生群体以及旅游人群，淘宝发布的《懒人消费数据》显示，2018 年中国人为偷懒花费 160 亿元，较 2017 年增长 70%，其中 95 后的“懒人需求”增长最快。在自热食品广泛生产之前，方便面受益于懒人经济得到快速增长。而年轻一代的消费观念也有所改变，更加追求美味和精致。由于制作工艺的差异，相比起传统的方便面等速食食品，自热火锅除了“自热”以外，还拥有火锅加成，近年来深受消费者的喜爱。据天猫数据显示，自热火锅消费群体中，大学生和初入职场白领阶层占比近五成。而经济发达地区整体生活节奏更快，自热火锅在这些城市的“懒人”中具有更强的市场竞争力。

图 26：自热火锅消费人群分布



资料来源：天猫数据、长城证券研究所

图 27：自热火锅在经济发达地区消费更多

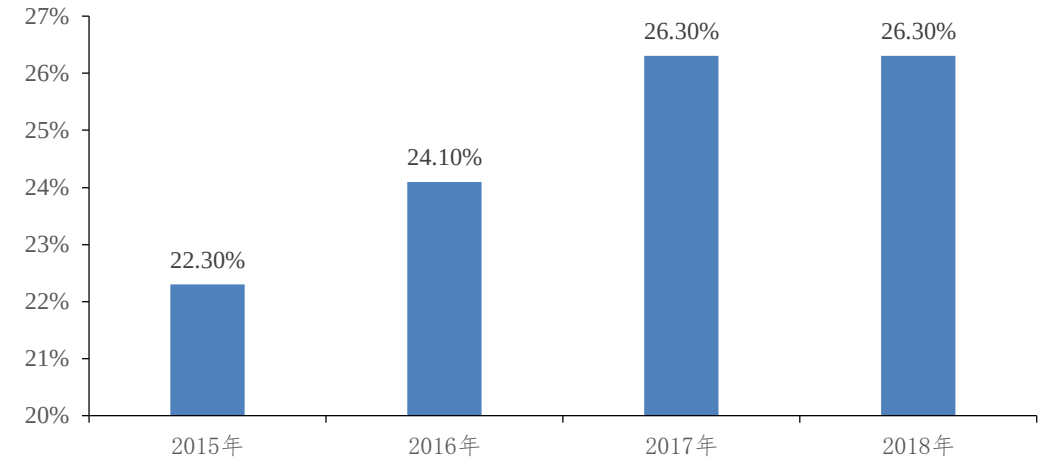


资料来源：天猫数据、长城证券研究所

场景适应性强，符合“一人食”需求。火锅带有天然的社交属性，单人堂食气氛则较为尴尬，导致其场景适应性产生局限。但火锅餐食具有非常大的吸引力，除社交就餐外，满足口味需求也成为了其广受欢迎的重要因素。自热火锅市场消费基础大，在菜量和价格的适当性上都非常适合单人食用，对于地点和氛围的要求也较低，此外，自热火锅不

仅能作为正餐、配菜，还可以当做零食、宵夜，食用快速好携带，具有丰富的场景适应性。

图 28：一人食就餐比例

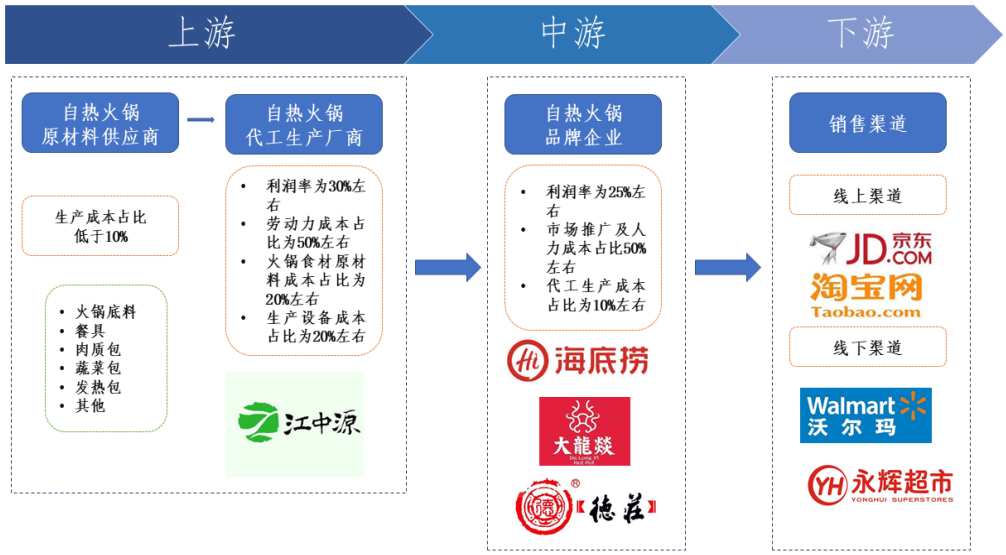


资料来源：辰智餐饮数据库、长城证券研究所

自热火锅线上基因发达，直播获取年轻流量。自热火锅一开始则定位于线上渠道销售，在互联网信息迅速膨胀的时代中，新兴品类依靠线上更容易获得广泛知名度，同时借助明星宣传和直播带货，将流量转化为实际销售，吸引了众多目标消费群体。根据艾媒咨询，2019 年 Q3 中国在线直播用户中，30 岁以下人群占 80.4%。以莫小仙为例，2020 年初借助直播带货，短短 6 分钟即卖出了 10 万份。

产业链上游成本低，下游渠道广。自热火锅产业链上游环节的参与主体多为自热火锅原材料供应商及代工生产厂商，代工生产厂商行业门槛低，市场参与者众多，中游火锅品牌企业选择余地大，代工生产厂商对中游自热火锅品牌议价能力低，因此自热火锅企业利润率可达 25%左右。下游销售渠道包括线上和线下两部分，二者相结合有助于扩大消费者受众面，推动自热火锅行业市场规模迅速增长。

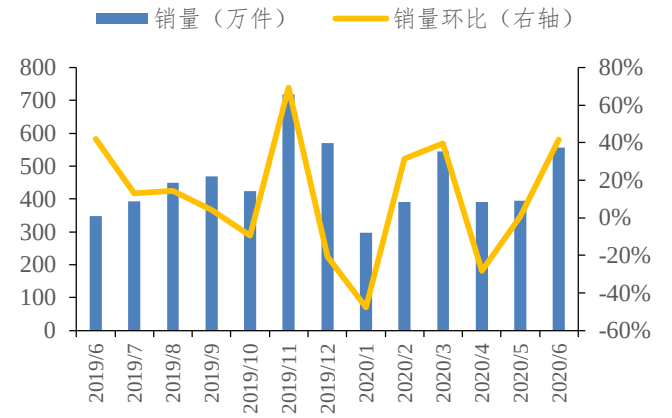
图 29：自热火锅产业链



资料来源：头豹研究院、长城证券研究所

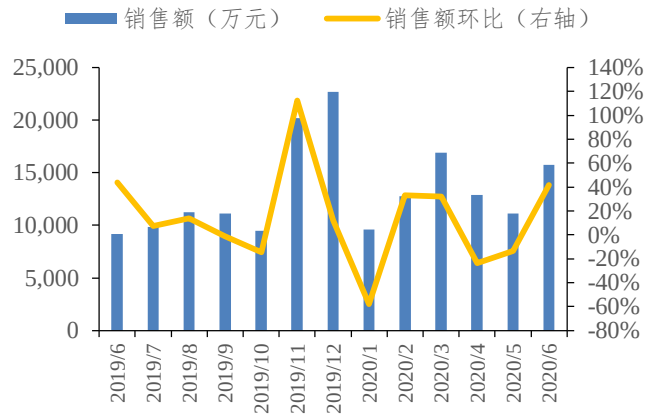
“疫”外发展，自热火锅爆发增长。疫情期间，传统餐饮业纷纷遭遇了至暗时刻，而线上自热火锅迎来快速发展，自热火锅的代表小龙坎和海底捞均表示，今年春节期间品牌的自热火锅产品销售有大幅增长;百草味则称春节期间线上方便速食销售业绩同比增长超过 100%。自嗨锅创始人蔡洪亮近期在接受采访时透露，疫情期间，线上自嗨锅订单量增加了 200%-300%。淘宝数据显示，1 月 20 日至 2 月 2 日期间，自热食品位列热销产品排名第二，仅次于螺蛳粉。3 月自热火锅月销售额达到 1.69 亿元，仅次于近一年中“双十一”“双十二”促销节水平，4 月复工复产进一步恢复后，自热火锅销量下降，但从整体情况来看仍高于上一年度水平。

图 30：近一年自热火锅销量情况



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

图 31：近一年自热火锅销售额情况



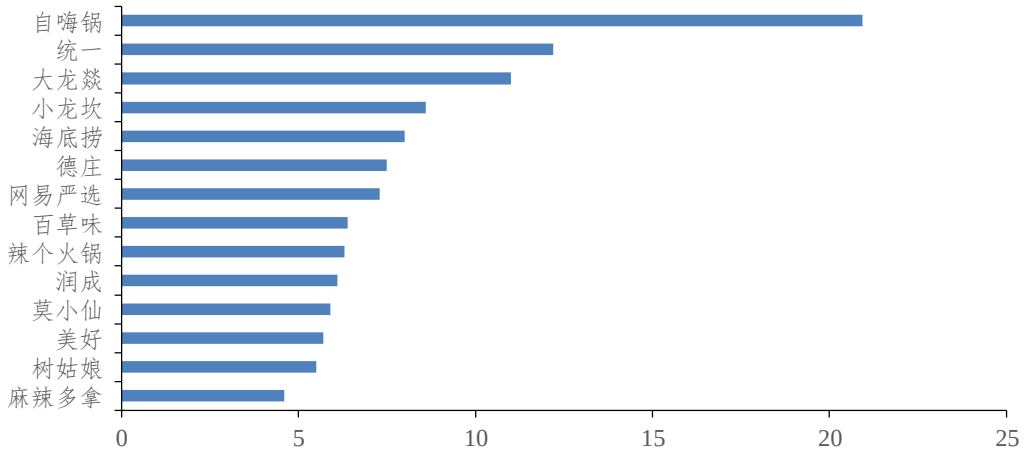
资料来源：第三方数据、长城证券研究所

2.3 爆红之下的市场扩展阻碍

火锅的市场规模达上千亿，在打通自热火锅的形态之后，依靠人们对于火锅的喜爱可能会有较长的生命周期，但目前自热火锅品类发展时间较短，因此发展情况还需要市场验证，我们认为也应当特别关注其痛点。就自热火锅品类来说，传统火锅企业具备成熟的供应链与口碑优势，短时间内能够做到可观份额，但其价格与自热火锅企业产品相比并不具有优势，自热火锅市场整体呈现较为分散的竞争格局。

部分品牌价格偏高影响渠道下沉。方便面的脱水食材在单品种占比较少，主要依靠调料包和面饼，成本较低；而自热火锅则以丰富的火锅食材为特色，食材成本较高，加之现在多数企业尚处于研发和开拓市场阶段，成本相对于方便面制品更高。虽然其比堂食消费低，但与冒菜、麻辣烫等类似的外卖产品相比价格缺少一定优势，部分品牌自热火锅价格较高，品类间价格差异大，每百克牛肉火锅食材价格从 4.6~21 元不等。在向三四线及低线城市下沉时，价格因素或削弱其市场竞争力。

图 32：不同品牌牛肉自热火锅每百克价格（元）



资料来源：叮芒评测、长城证券研究所

口味与堂食火锅有差距，同质化严重。虽然方便食品本身很难做到与堂食相同的口感，但自热火锅受到的期望值较高，尤其是当传统火锅企业纷纷加入局后，消费者难免对这些品牌形成味道惯性，而自热火锅却无法与堂食相媲美易导致期望值的下降。此外，自热火锅不像堂食一般可搭配蘸料，仅依靠锅底导致市场中产品更偏向辣味，虽然品牌众多，但集中于同一口味，在一定程度上限制了自热火锅消费者选择。

表 5：方便火锅部分品牌口味信息

产品名称		口味
自热食品领域品牌	莫小仙	麻辣口味、番茄口味、酸辣口味、藤椒口味
	自嗨锅	麻辣口味、番茄口味
传统线下火锅品牌	海底捞	麻辣口味、番茄口味、酸辣口味
	小肥羊	麻辣口味、香辣口味、藤椒口味、清汤口味、菌汤口味、
	德庄	麻辣口味、香卤口味
	小龙坎	麻辣口味、番茄口味
休闲零食制造商	三只松鼠	麻辣口味
	百草味	麻辣口味、番茄口味、
方便食品制造商	统一	麻辣口味
	美好	麻辣口味

资料来源：电商平台品牌官方旗舰店、长城证券研究所

自热火锅监管力度弱，产品质量参差不齐。自热火锅中的加热包与水可释放出大量热量，如果携带时发生破损，在密闭的携带工具内可能会发生爆炸的危险。由于门槛较低，在市场上出现很多组装出品，相关供应方缺少资质和食品安全条件，加之这类产品发展时间较短，相关标准和规范规定甚至监管存在部分空白，无论选用的餐盒还是各种食材安全卫生保证都有所欠缺，故而消费者更易选择熟知大品牌，对新兴的自热火锅品牌的进一步发展形成阻碍。

四类企业各有不同产品困境。自热火锅市场玩家中不乏传统企业，与线上新零售品牌比线上基因相对匮乏，加之线上比线下的毛利更低，如何平衡线上线下也是传统品牌面临的问题。单以天猫超市来说，其抽佣比例达 27%，品牌还需投广告为天猫超市引流，加之物流成本和退换货成本，因此至少需要 50%的毛利率才可达到盈亏平衡。而类似三只

松鼠的新零售品牌，内部 SKU 竞争激烈，自热火锅在其中很难获得资源位，在线上旗舰店销量统计中，截至 2020 年 5 月末自热火锅的销量仅为同店碧根果销量的 1%，流量支持在众多产品中相对较弱。

表 6：四类自热食品主要面临的困境

类型	难点
传统火锅企业	线上基因不足、定价偏高、口味与堂食差别较大难达消费者预期
方便食品企业	线上基因不足、营销力度较低
休闲食品企业	自热食品 SKU 流量支持弱、口味相对更为单一
自热食品企业	品牌认知度较低

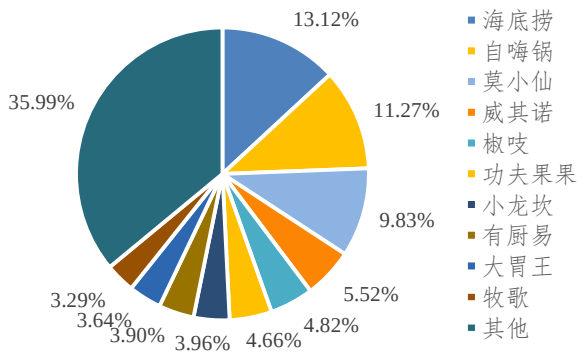
资料来源：网络资料、青桐资本、长城证券研究所

2.4 把握发展关键，抢占潜在市场

自热火锅具有中国传统美食的基因，不同于方便面市场中的国外品牌大量涌入导致竞争激烈，自热火锅品牌的竞争中主要集中于国内品牌。并且自 2018 年起，随着饿了么和美团“两分天下”，外卖市场竞争格局稳定后，价格优惠和补贴力度下降，外卖对方便食品的冲击减弱。加之当前自热火锅处于快速发展的阶段，行业整体较为分散，但海底捞与自嗨锅等品牌已在市场中占据一定份额，从其发展来看利用品牌优势和营销手段扩大知名度，抢占市场先机能够在未来形成更好的优势。

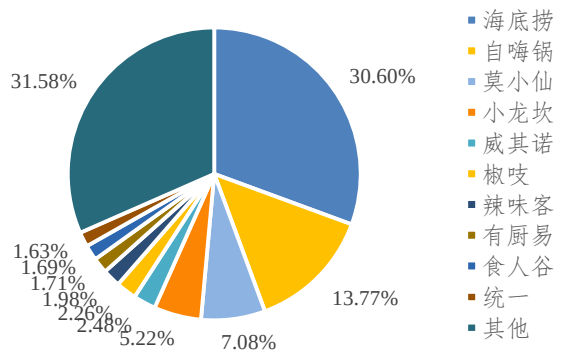
竞争格局分散，利于抢占市场。自热火锅主要依靠线上销售，从第三方数据情况来看，2020 年 6 月海底捞和自嗨锅的销量市占率分别达到 13.12%和 11.27%，除莫小仙达到 9.83%外，其他品牌均在 5%左右及以下水平，虽然当前已经形成了明显的龙头品牌，但市场规模占比在 5%左右的企业众多，且当前正处于自热火锅成长期，行业竞争结构势必随着内部参与企业的不断调整而有所变化，随着市场参与者增加，竞争格局会更为分散。

图 33：2020 年 6 月品牌淘宝销量市场份额



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

图 34：2020 年 6 月品牌淘宝销售额市场份额

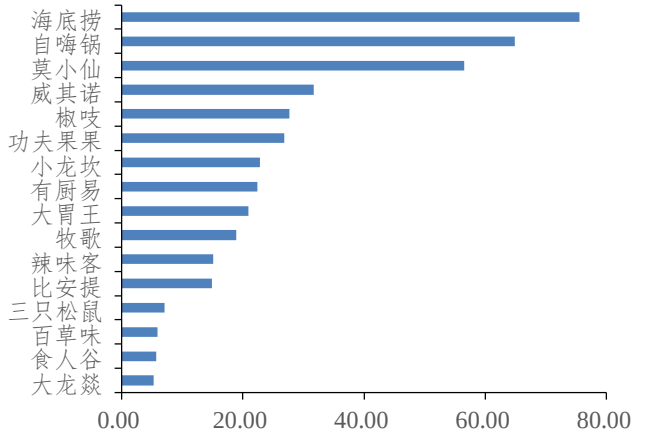


资料来源：第三方数据、长城证券研究所

海底捞——充分利用现有品牌资源扩展市场。自热火锅的销量中，海底捞始终名列前茅，根据第三方数据显示，在 2020 年 6 月海底捞的月销售量排名第一，并且与第二位的自嗨锅销量差距 20 万单之多，可见海底捞不仅在堂食上具有优势，同品牌自热火锅也非常受青睐。但从当月销量排名情况看，其他火锅企业中排名居前十位的仅剩小龙坎。总体来看，火锅企业凭借品牌力量具有知名度优势，并且在原料和口味上更具有竞争力。在已

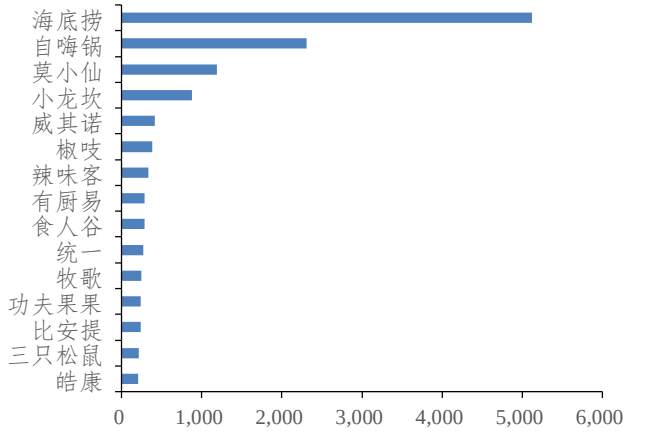
经依靠其他业务获得客户资源的情况下，企业可以进一步扩展线上和下沉市场，增加产品竞争力。

图 35：2020 年 6 月淘宝销售量情况（万件）



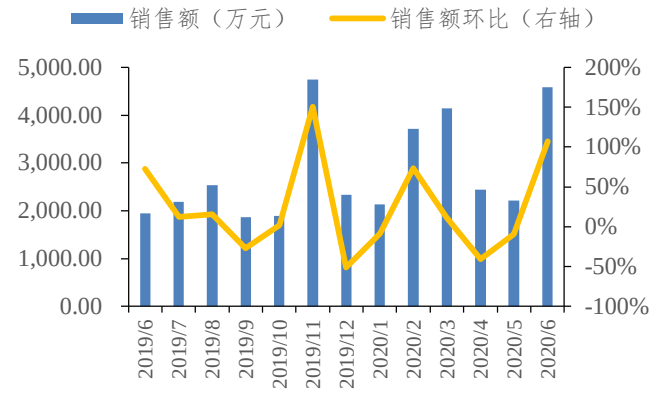
资料来源：第三方数据、长城证券研究所

图 36：2020 年 6 月淘宝销售额情况（万元）



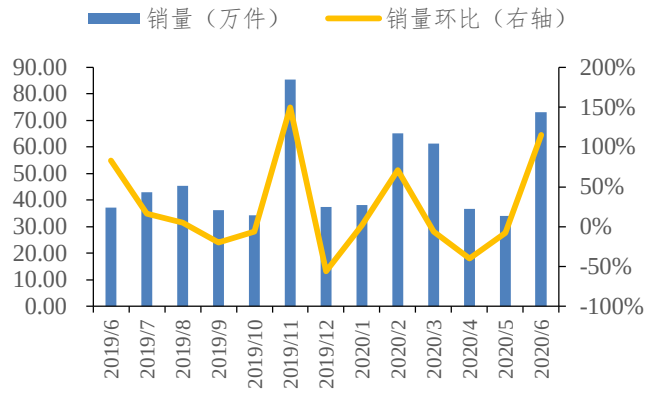
资料来源：第三方数据、长城证券研究所

图 37：近一年海底捞自热火锅淘宝销售额情况



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

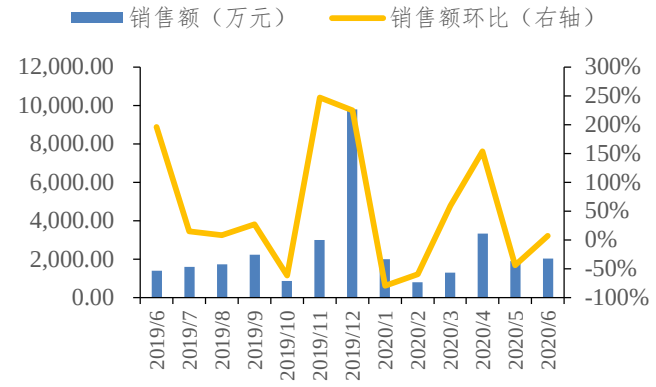
图 38：近一年海底捞自热火锅淘宝销量情况



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

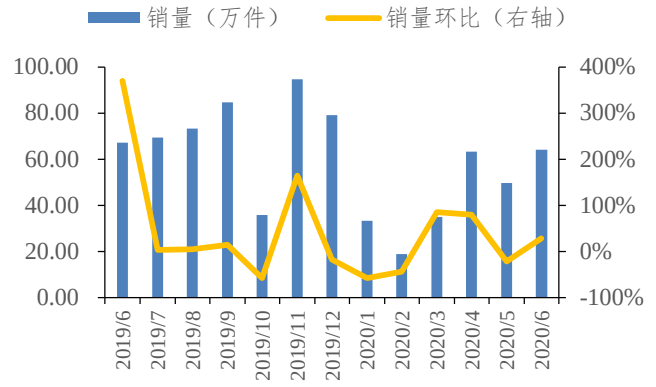
自嗨锅——持续大胆的事件营销。自嗨锅并无实体门店，在此之前消费者对该品类品牌的认知几乎空白，其依靠线上发家却成为了自热火锅龙头品牌，除大量的研发投入因素之外，持续大胆的事件营销也是重要原因。在问世之初自嗨锅便邀请明星直播及推荐，且斥资数亿元打造两条创意广告覆盖院线银幕。2018 年 6 月自嗨锅上架 100 天，618 当天创天猫京东双平台销量第一，流量第一佳绩；2018 年双 11 期间更是再次拿下单品销量第一，2019 年双十二期间更是直接售罄。自嗨锅凭借大力营销形成了极强的流量变现能力，迅速抢占了自热火锅市场份额。

图 39：近一年自嗨锅自热火锅淘宝销售额情况



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

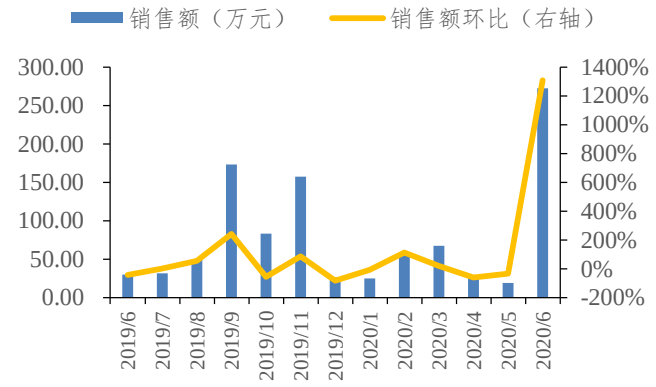
图 40：近一年自嗨锅自热火锅淘宝销量情况



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

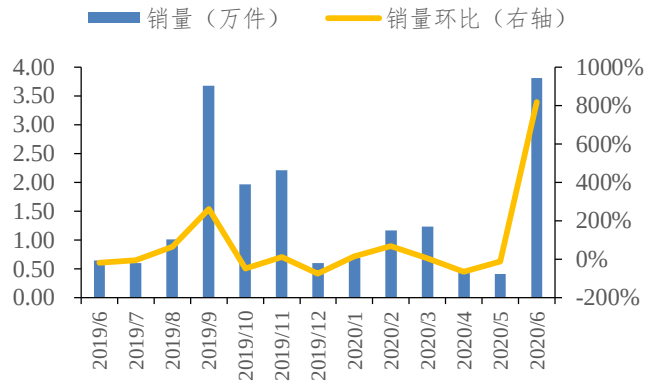
进一步提升线上流量投放，形成未来新增长点。方便食品企业本身具有方便制品的研发和生产优势，然而在过去主要依靠于线下渠道，线上流量投放不足，加之火锅企业和自热火锅品牌在品牌号召力和宣传方面力度较强，传统的线下渠道已经不能满足方便食品企业自热火锅的销售需求，在市场上占据份额较小，以方便食品龙头统一为例，根据第三方数据显示，近一年其线上销量占比仅为 0.31%，远低于其他品牌。传统的方便食品企业未来加强自热火锅口味的研发以及增加线上流量的投放，将形成新的增长点。

图 41：近一年统一自热火锅淘宝销售额情况



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

图 42：近一年统一自热火锅淘宝销量情况



资料来源：第三方数据、长城证券研究所

3. 投资建议

强烈推荐关注：火锅龙头海底捞(6862.HK)、自热火锅优势企业颐海国际(1579.HK)。海底捞依靠自有的蜀海供应链，形成了极强的质量把控能力和议价能力，进一步巩固其龙头优势，在疫情期间能够较快的恢复正常经营；颐海国际生产自热小火锅销量在市场上始终名列榜首，并且内部管理不断改进及口味研发创新，加之自热食品赛道正处于增长阶段，预计未来将有更强收益能力，因此建议增持。

相关受益标的：低估值优质标的呷哺呷哺(0520.HK)、海底捞鸡肉制品供应商湘佳股份（002982）、火锅调味料制品生产商天味食品（603317）。呷哺呷哺拥有独特三级供应体系，供应链对门店辐射能力强，供应成本可最大程度分摊，形成价格优势；湘佳股份在 2019 年开始向海底捞供应鸡肉类制品，并且依靠其在冰鲜黄羽鸡品类优势，未来成长性

较强。天味食品作为复合调味料生产商，向定制餐调方向不断扩展业务，受益于餐饮消费水平的持续增长，未来将具有较大的成长空间。

4. 风险提示

新冠肺炎疫情不确定性风险；火锅行业竞争风险；业绩不及预期风险；食品卫生安全相关风险；火锅制品行业盈利能力下降风险。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033　传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044　传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126　传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。